

融资模式与国有企业公司治理结构的改革

林 琳

(厦门大学金融系,福建 厦门 361005)

摘 要: 本文从融资模式、银企关系与公司治理结构之间的内在联系出发,分析几种典型的融资模式和公司治理结构之间的对应关系,以及其对内部人控制问题的处理方式,结合我国国有企业融资结构与企业治理结构的现状,提出现阶段我国国有企业融资模式的现实选择以及相应的公司治理结构的改革。

关键词: 融资模式;内部人控制;改革

中图分类号:F279.241

文献标识码:A

文章编号:1003-9031(2006)01-0076-03

一、不同融资模式与相应的公司治理结构

现代公司治理结构与其融资模式有着高度的相关性,融资模式直接影响着公司的委托代理关系,影响着公司治理结构的状况和运作,不同的融资模式必然会形成与之相适应的公司治理结构。

1. 银行主导型融资模式,也称为债权约束型公司治理结构。在这种融资模式下,银行是企业外部融资的主渠道。银行根据市场信息指标自主配置资金供给,银企关系是平等的市场交易关系,维系两者关系的是具有法律约束力的交易契约。在银行主导型融资模式下,由于资本市场不够发达,规模有限,股权融资只能是企业补充资本的辅助形式,而且往往只是少数绩效卓著的大中型公司才有资格在资本市场直接融资,这样,股权资本在企业的资本结构一般所占比重较小,而债权资本则成为主要部分,因此,为维护债权的权力和利益,债权必然要求进入企业的治理,以对企业的经营者形成监督和约束。

目前,采取这种融资模式的主要国家是德国和日本。德国和日本公司治理结构明显地呈现债权性融资的特点:一是当企业遇到财务困难时,银行往往会给予其资金上的支持,而且这种支持经常是非理性的;二是银企之间非一次性交易,而经常是长期的、稳定的连续性交易;三是银企之间存在产权关系,银行不但是企业的债务人,往往也是企业的大股东。

这种模式的优势在于,对于银行来说,由于其与企业之间存在长期连续的交易,有着频繁的信息交流,可以缓解由于信息不对称造成的企业逆向选择和道德风

险问题。而对于企业来说,其资金需求可以及时得到满足,尤其在公司经营不善时,银行给予的资金支持会帮助其度过难关,有助于企业的稳定与发展。但是,这种模式的缺点也是明显的:对于银行来说,由于银行对企业有产权投资,银行资产的流动性降低,流动性风险加大导致银行经营风险加大。同时,在企业遇到财务困难时,银行进行非理性救助,会导致银行的不良资产增加。对于企业来说,由于有着银行的隐性资金担保,会使企业的风险意识降低,在一定程度上不利于整体产业经济的长期稳定发展。

2. 市场主导型融资模式,也称为股权约束型公司治理结构。在市场主导型融资模式下,企业的中长期资本需求主要依靠资本市场的直接融资来解决,而以银行为中介的间接融资主要用于满足企业的短期资金需求。这是因为,在成熟的资本市场里,证券作为主要的融资工具,成为市场经济配置资金的媒介,企业可以直接通过资本市场筹集大规模资金,大大减少了中间环节、加快了融资的速度,并节约了融资的成本费用。此外,对于投资者来说,通过资本市场充分的信息披露机制、准确的评价机制和迅速的流通交易机制,可以对企业经营者形成强有力的外部监督制约机制。

目前,采取这种融资模式的主要国家是英国和美国。在这种融资模式下,银行和企业的关系主要有以下几个特点:一是银行对于企业的资金供给往往出于理性考虑,当企业遇到财务困难时,银行没有救助的义务;二是信贷资金进入企业后,只要企业的行为不会导致银行的坏帐,银行就不会与予过问;三是法律在两者交易的执行中有着重要意义。

这种模式的优势对于银行来说,银企之间独立性较

收稿日期:2005-10-27

作者简介:林琳(1980-),男,厦门大学金融系硕士研究生。

强,企业对银行的依赖性较小,银行负担较轻。同时,银行的资产流动性较大,经营风险较小。对于企业来说,由于银行资金的不稳定性,也使其增强风险意识,加强资金流管理,提高自己的经营业绩,避免陷入财务困境,同时为其在直接融资市场融资打下良好基础。当然,在这种融资模式下,由于企业产权处于完全交易状态,企业管理者就有防止被收购的外部压力,所以有努力提高短期收益的动机,不利于企业长期发展。同时,由于企业的资金需求不容易得到满足,企业倒闭情况比较普遍。

二、融资模式与相应的监管模式

1.在银行主导型的融资模式中,债权是通过通过对经营权的制约而渗入公司治理结构,对其形成约束和监督的,进而有效防范内部人控制问题的产生。这种监督模式要顺利运行,必须具备以下几个条件:一是健全的银行体制。在德国和日本,银行主要是以私有制为基础的股份制银行,这样,银行在维持安全性、流动性的前提下,追求利润最大化,是真正意义上的商业银行。所以,其银行会存在内在的风险平衡机制,这大大减少了银行与企业合谋损害存款人利益的可能,也提高了银行监管企业的效率。二是健全的企业运行机制。企业在自负盈亏的基础上,有着良好的运行机制,同时追求自身利益的最大化,可以有着较为稳定健康的发展。从德国和日本这两个国家的实践来看,其银行信贷风险大部分在于国内经济环境、制度的变迁等原因,真正源于企业自身经营问题的不多。三是银行和企业主要按照市场规则交易。银行和企业之间主要是借贷制度而非资金供给制。

2.市场主导型融资模式下,股权作为企业资本结构运作的前提和基础,就成为左右公司治理结构形成与运作的主导性和基础性力量。股权结构成为建立与形成公司委托代理关系的起点,企业的控制权、经营权均由股本的所有权派生,股权的构成及其变动直接决定和影响着治理结构的运作状况。这种融资模式下的公司监管模式主要是强调市场作用,由市场来完成监管作用,由制度和法律来保证。这种监管模式要有效运行需要存在三个有效的市场:产品市场、资本市场和经理人市场。在有效的产品市场上,经营者的业绩可以直接由产品价格和利润水平反映出来,这样,对于经营者的业绩评价就比较容易进行,监督的成本较低;在有效的资本市场上,股价可以比较客观的反映出公司的预期价值,代表着整个市场对公司潜力的一种共同认识,如果经营者表现不佳,投资者可以用抛售股票的方式表达对经营者的不满,从而导致股价下跌,可能被其他公司恶意收购;有效的经理人市场就是竞争性的经理人市场,可以对经营者形成

足够的压力,使得经营者为保持自己的价值,必须努力提高公司业绩。三个有效的市场可以对经营者造成足够的压力,使其注重提高公司的经营业绩,而不是只考虑自己的个人利益,有效的降低了内部人控制问题。此外,还需要有健全的法制保障。

三、我国目前融资模式和内部人控制问题的现实分析

我国国有企业融资体制的演变过程,大致可以划分为三个阶段:财政主导型融资阶段、银行主导型融资阶段和多元化融资阶段。在多元化融资格局下,国有企业的融资结构仍然表现出许多问题。具体表现为“三高”“三低”,即:外源性融资比例高,内源性融资比例低;间接融资比例高,直接融资比例低;债务性融资比例高,资本性融资比例低。不合理的融资结构再加上产权制度的不完善,资本市场、经理人市场等市场的不发达,也造成了内部人控制问题得不到良好的解决,主要有以下几点:

1.国有企业自身存在的问题。一是产权制度建设的落后。产权主体缺位是影响整个国有企业改革成效的最大障碍之一,同样也是导致企业融资结构不合理的主要原因。到目前为止的国有企业改革,侧重于政府对 Enterprise 控制的放松,而不是产权制度的变革,是在企业不存在产权主体多元化和利益主体多元化的情况下,扩大了企业的自主权。由于企业产权边界模糊,产权主体缺位,国家所有权的代理行使问题没有得到妥善的解决,经营者缺乏必要的产权约束,导致内部人控制问题严重。^[1]二是多数国有上市公司股权结构存在国有股“一股独大”的问题。虽然股权分置改革还在进行中,但是国有股一股独大的问题尚未完全解决,而这样的董事会或股东大会,往往是少数人以“国有股股东”的身份,做出仅仅有利于个人或小集团私利的决策。而流通股股东“股微言轻”,既不能通过“用手投票”直接影响公司决策,也不能通过资本市场达到间接管理的目的,经理层缺乏有效的制约和监督,内部人控制问题难以得到有效解决。三是对商业银行,尤其是对国有商业银行的依赖性太强,特别是银行的隐性贷款担保,使得国有企业自身赢利意识不强,经营效益低下。

2.国有商业银行存在的问题。一是国有商业银行为国家独资所有,尚未全部完成股权多元化的公司化改造,因此真正的资本所有者缺位、银行家缺位。在这样的情况下,一些国有商业银行本身也存在着内部人控制问题。二是政府作为国有商业银行的行政主管和名义上的所有者,加之对银行的垄断偏好,有时对国有商业银行

施加干预,甚至当作准行政部门进行管理。三是不良资产过多,银行抵御风险的能力不强。

3.资本市场存在的问题。一是市场不规范,效率低下。信息质量、透明度及其与价格形成机制的联系,是资本市场效率的核心,我国资本市场中的信息质量以及价格对所有信息而不是特定信息的反应敏感性差的缺陷,至今没有得到改善,导致了股票市场混乱的市场信息充满噪音,股价无法正确反映企业经营业绩,市场投机性太强。二是市场不发达,企业主要以间接融资为主。我国资本市场上市门槛高,一般企业很难通过资本市场融入资金,银行贷款还是企业尤其是国有企业最重要的资金来源。造成这种状况的原因的另一个重要原因是企业债券市场规模过小。三是法制建设和基础设施有待加强。金融法规的实施效率有待提高,资本市场外部环境和基础设施需要改善,金融投资与风险意识有待加强,诚信文化建设任重道远。

4.经理人市场的问题。经理人市场至今没有形成,企业经营者没有足够的动力和压力。这种情况下,企业经营者未能得到有效激励,其才能和贡献未能得到正确认同,同时,也无法对于在位的经营者形成足够压力。^[2]

四、我国国有企业融资模式的现实选择和相应的内部人控制解决对策

根据以上分析,可以得到的结论是:目前我国国有企业融资模式的核心,应该是在进一步规范以银行为核心的间接融资市场的基础上,实现银行和企业尤其是国有企业的关系市场化,并且利用银行对企业的信息优势对企业进行监督,防范内部人控制问题。同时大力规范和发展资本市场的,加大企业直接融资的比例,利用股票市场投资者“用脚投票”的机制来约束经营者行为。在规范企业融资市场的基础上,逐步建立和完善我国的经理人市场,对企业经营者行为进行有效的约束,同时应用股票期权等手段对企业经营者进行有效激励,使企业经营者的利益与股东的利益趋于一致,有效解决内部人控制问题。具体说来有以下几点:

1.规范银企之间的间接融资市场,使银行与企业的关系进一步市场化。应该看到,我国目前资本市场还存在诸多问题,企业在短期内还无法将大量的资金需求转向资本市场,所以应该承认银行尤其是国有商业银行在满足国有企业资金需求方面的主导作用。在加快国有商业银行和国有企业改革步骤的基础,进一步规范国有银行和国有企业的关系,使其关系实现市场化。

在国有企业中建立现代企业制度,使国有企业真正成为自主经营,自负盈亏和追求利润最大化的经济实

体。这可以大大减少企业对银行的依赖程度,为银企之间关系的市场化提供前提。同时构建真正的国有商业银行,加快国有商业银行向真正的商业银行转化的步伐,使其成为自负盈亏和追求自身利润最大化的经济实体,这是真正实现国有商业银行和国有企业之间关系市场化的基础。

2.大力规范和发展我国的资本市场,让资本市场成为企业融资的另一个重要渠道。首先,进一步规范和发展股票市场,实现股票市场由投机型向投资型转变,培育一个有效率的,具有评定公司价值和转移公司控制权功能的、竞争的股票市场,使股价能够正确反映公司的经营状况。这样,投资者可以根据股票市场提供的有效信息,判定公司的经营状况,通过买卖股票的方式来实现对企业的奖惩。这一方面可以使得业绩较好的企业比较容易筹得资金,有利于自身发展;又可以对企业经营者形成外部压力,使其努力提高经营业绩,避免股价下跌造成公司被恶意收购。这是有效防范内部人控制问题的一个重要举措。其次,进一步规范和发展债券市场,使得企业的债务融资有了直接渠道。企业利用债权融资可以避免股权过度分散,同时可以利用债务的财务杠杆效用,提高经营业绩。一方面降低债券市场的准入门槛,使得更多的企业尤其是国有企业可以通过债券市场筹集到所需资金;另一方面,增加信息透明度,使得业绩好的企业可以以较低融资成本筹集到资金,而业绩较差企业只能付出较高的筹资成本。同时,增强债券市场的流动性,使得债券市场对投资者有着更大的吸引力。

3.逐步建立和完善我国经理人市场,承认企业经营者价值的同时,对其进行有效压力和约束。我国的经理人市场起步较晚,至今尚未形成一个完整有效的经理人市场。因此,我们应该重视经理人市场的建立和健全,改造传统观念,发展相应的法律规范,培育高道德水准并在法律有效约束之下的职业经理人,形成竞争的经理人市场。由于股票期权制度不但可以激励经理人员,增加对他们的竞争压力,而且较高的收入可以激励企业家积极加入到职业经理的队伍中来,可以考虑在我国上市公司和其他企业中逐步推行股票期权计划,将有效推动我国职业经理市场的发展和公司治理结构的改善。■

参考文献:

- [1] 李维安.融资结构优化与我国公司治理模式的构建[J].开放导报,2003,(5).
- [2] 唐跃军.转轨经济中内部人控制分析[J].国际经济合作,2002,(2).